

# Hagkvæmt gjaldmiðlasvæði

## Hversu smátt er of smátt?

Arnór Sighvatsson<sup>1</sup>

Byggt á erindi sem flutt var á afmælisráðstefnu  
Fjármálatíðinda 18.-19. nóvember 2004

*Ágrip:* Á komandi árum kann þjóðin að standa frammi fyrir þeirri spurningu hvort taka eigi upp annan gjaldmiðil sem lögeyri á Íslandi. Umræðan hefur til þessa snúist um hvort verjandi sé að fórna þjóðhagslegum ávinningi sjálfstæðrar peningastefnu fyrir mikróhagfræðilegan ávinning þess að tilheyra stóru gjaldmiðlasvæði. Tilhneiging hefur verið til þess að leggja fremur þröngan skilning í mikróhagfræðilegan ávinning gjaldmiðlasamruna, sem hefur leitt til þess að ýmsir hafa fundið hann tiltölulega léttvægan. Jafnframt hefur verið tilhneiging til að ganga að hinum þjóðhagslega ávinningi sjálfstæðrar peningastefnu sem gefnum, en horfa fram hjá þeim möguleika að gengishreyfingar geti magnað sveiflur í einkaneyslu ekki síður en mildað. Í greininni er því haldið fram að í þessum rökfærslum sé oft gengið út frá forsendum sem standist ekki fyllilega. Töluverðu máli geti skipti fyrir niðurstöðuna hvernig viðfangsefnið er lagt fyrir í upphafi, þ.e.a.s. hvort sönnunarbyrðin er lögð á þjóðhagslegan ávinning sjálfstæðrar peningastefnu og sveigjanlegs gengis eða mikróhagfræðilegan ávinning sameiginlegs gjaldmiðils. Höfundur kemst að þeirri niðurstöðu að mikill vafi ríki um hinn þjóðhagslega ávinning. Fremur en einblína á stærð hins mikróhagfræðilega ábata væri því eðlilegra að leggja áherslu á að meta hvort ávinningur sjálfstæðrar peningastefnu og sveigjanlegs gengis sé nægilega mikill (ef einhver) til þess að réttlætjanlegt sé að fórna hinum mikróhagfræðilega ábata gjaldmiðlasamruna.

*Lykilorð:* Hagkvæmt gjaldmiðlasvæði, gjaldmiðlasamruni, peningastefna.

*JEL:* E42, F15.

### 1. Umræðan um Ísland sem hagkvæmt gjaldmiðlasvæði

Ísland er eitt minnsta gjaldmiðlasvæði heims, efnahagslega á stærð við litla borg í nágrenna-löndunum. Þrátt fyrir smæð landsins virðast margir vera óhikað þeirrar skoðunar að landið sé hagkvæmt gjaldmiðlasvæði, þ.e.a.s. hagræði af sjálfstæðum gjaldmiðli og peningastefnu sé umtalsvert meira en kostnaðurinn. Sé það rétt álykt-

að má spyrja hvort ekki sé hagkvæmt að fjölga gjaldmiðlasvæðum fremur en fækka, öfugt við niðurstöðu Dornbusch (2001). Væri velferð Bandaríkjamanna t.d. betur tryggð ef jafn ólík ríki og Vermont og Kalifornía hefðu eigin gjaldmiðla? Það virðist fjarstæðukennt nú, en rétt er að hafa í huga að það tók líklega meira en öld frá því að gjaldmiðlabandalagi Bandaríkjanna var komið á legg árið 1788 þar til að tilvist þess var orðin jafn sjálfsögð og hún þykir um þessar mundir.<sup>2</sup> E.t.v. þætti sjálfstæður gjaldmiðill fyrir Ísland jafn

1. Höfundur er aðalhafgræðingur Seðlabanka Íslands. Þær skoðanir sem koma fram í greininni eru höfundar og endurspeglar ekki endilega skoðanir Seðlabankans. Höfundur vill þakka ráðstefnugestum fyrir gagnlegar ábendingar.

2. Samkvæmt Rockoff (2000) gerðist það raunar ekki fyrr en um 1930, eftir að breytingar höfðu orðið á stofnana-

fjarstæðukenndur ef tilvist hans hefði ekki sprottið fram úr pólitískum hræringum tuttugustu aldar, sem tákni um íslenskt þjóðerni, ekki síður en af efnahagslegri nauðsyn.<sup>3</sup> Á þetta er minnt til að undirstrika að þau efnahagslegu skilyrði sem við búum við í dag eru ekki síður afsprengi þess peningakerfis sem stjórnvöld völdu þjóðinni á sínum tíma en mótandi þáttur við val á heppilegu stjórnkerfi peningamála í dag.

Umræðan um kosti og galla gjaldmiðlasamruna á Íslandi hefur að mestu leyti snúist um þrennt: Í fyrsta lagi samsvörun hagsveiflunnar við hagsveiflu evrusvæðisins og annarra viðskiptalanda, í öðru lagi sveigjanleika á vinnumarkaði og í þriðja lagi viðskiptakostnað og vaxtamun við útlönd. Gengið hefur verið út frá, í samræmi við hefðbundinn skilning á kenningunni um hagkvæmasta gjaldmiðlasvæði, að ábati þess að ganga í gjaldmiðlabandalag sé því meiri sem umfang utanríkisviðskipta sé meira, hagsveiflan líkari (samhverfari) sveiflum í viðskiptalöndum og vinnumarkaður sveigjanlegri. Þegar umræðan sem átt hefur sér stað bæði hér á landi og víða erlendis um þetta efni er krufin til mergjar má þó einnig segja að hún snúist um eftirfarandi: Hvort vegur þyngra á metaskálonum míkrohogfræðilegur ávinningur gjaldmiðlasamruna eða þjóðhagslegur ávinningur sjálfstæðrar peningastefnu? Niðurstaðan veltur að nokkru leyti á þeim skilningi sem lagður er í hugtökin míkrohogfræðilegur ávinningur gjaldmiðlasamruna annars vegar og þjóðhagslegur ávinningur sjálfstæðrar peningastefnu hins vegar, og mati á hlutfallslegu mikilvægi þessara þátta. Tilhneiging hefur verið til að leggja fremur þröngan skilning í míkrohogfræðilegan ávinning gjaldmiðlasamruna. Jafnframt hefur yfirleitt verið gengið út frá hinum þjóðhagslega ábata sem gefnum og þeim möguleika að

sveiflur í gengi gjaldmiðla auki á sveiflur í þjóðarbúskapnum, en auðvitað standa og falla rökin fyrir sjálfstæðum gjaldmiðli með því að gera megi sér raunhæfar vonir um að ávinningur sveigjanleikans sé meiri en enginn. Nokkru máli getur skipt í hvaða röð röksemdunum er raðað á metaskálonar, þ.e.a.s. hvernig sönnunarbyrðinni er háttað, eins og nánar er vikið að hér á eftir. Fyrst verður fjallað um ýmsar hliðar míkrohogfræðilegs ávinnings gjaldmiðlasamruna.

## 2. Míkrohogfræðilegur ávinningur gjaldmiðlasamruna

Í hverju felst hinn míkrohogfræðilegi ávinningur gjaldmiðlasamruna, af hverju ræðst hann og hvernig má mæla hann? Flestir sem fjallað hafa um kosti þess og galla að Ísland taki þátt í Efnahags- og gjaldmiðlabandalagi Evrópu (EMU) hafa einkum skoðað tvennt: beinan viðskiptakostnað af því að höndla með marga gjaldmiðla og vaxtamun gagnvart útlöndum. Hið fyrnefnda er talið ráðast að miklu leyti af umfangi utanríkisviðskipta. Ef lítil lönd þurfa að hafa mikil viðskipti við umheiminn er haggræði þeirra af þátttöku í gjaldmiðlabandalagi meira en stærri ríkja sem eru að miklu leyti sjálfum sér nóg.

Þennan skilning á míkrohogfræðilegum ávinningi gjaldmiðlasamruna tel ég vera of þröngan. Nemendum í inngangsnámskeiðum í peningahagfræði er kenndur hinn þríeini ábati af peningum, sem felst í því að vera viðskiptamiðill (e. *medium of exchange*), reikningseining (e. *unit of account*) og tæki til að varðveita gildi (e. *store of value*). Í öllum tilvikum er augljóst að gildi peninga eykst í réttu hlutfalli við fjölda þeirra sem samþykkja þá sem viðskipta-, reiknings- eða varðveislueiningu. Ef þetta væri eini mælikvarðinn hlyti hagkvæmasta gjaldmiðlasvæði að vera heimurinn allur – og vera kann að það sé einmitt lóðið að uppfylltum ákveðnum skilyrðum.

Kjarni hins þríeina ábata af peningum liggur í því að draga úr samningsóvissu. Þjóðarbúskapurinn og heimsbúskapurinn allur er flókinn og víðfeðmur vefur samninga; um vinnuafl, fjármagn, vörur og þjónustu. Einstaklingar, fyrirtæki og samtök standa frammi fyrir þeirri spurningu hvort verðmæti hvers samnings haldist gagnvart

umgjörðinni, t.d. millirikjatilfærslur og alríkisinnistæðu-tryggingar, er miðuðu að því að draga úr svæðisbundnum áföllum. Fram að því ríkti oft töluverður efi um tilveru- rétt gjaldmiðlabandalagsins.

3. Efnahagslegar ástæður lágu þó einnig að baki þess að gengi krónunnar var í fyrsta sinn skráð annað en gengi danskrar krónu árið 1922, fáum árum eftir að Ísland hlaut fullveldi.

öðrum samningum. Ef þessir samningar eru gerðir í mismunandi reikningseiningum verður til óvissa sem ber í sér kostnað og getur í sumum tilvikum leitt til rangra ákvarðana og umtalsverðs fjárhagstjóns fyrir viðkomandi. Þess vegna er tilhneiging til að samhæfa reikningseiningu slíkra samninga eftir því sem frekast er kostur. Þannig er tilhneiging til þess að gera kjarasamninga í ríkjandi gjaldmiðli hvers svæðis, þeim gjaldmiðli sem vörur og þjónusta eru verðlagðar í. Hið gagnstæða á einnig við: kaupmaður hefur ríkan hvata til að verðleggja vörur sínar í þeim gjaldmiðli sem launagreiðslur og annar kostnaður miðast við. Þegar um er að ræða val á milli samninga í ríkjandi gjaldmiðli og samninga í erlendum gjaldmiðli getur viðleitni aðila til að lágmarka óvissu og þar með samningsáhættu haft veruleg áhrif á breytni samningsaðila. Annar samningur en hinn hagkvæmasti kann að verða fyrir valinu vegna þess að hann dregur úr áhættu. Litum á nokkur dæmi:

### 2.1 Fjárfestingarákvarðanir

Sveiflur í raungengi eru jafnan meiri milli gjaldmiðlasvæða en sveiflur hlutfallslegs verðlags innan þeirra.<sup>4</sup> Gjaldmiðlaáhætta hefur áhrif á ákvarðanir um hvar er fjárfest. Hún kann að gera áhættusamt fyrir innlendan framleiðanda að byggja upp framleiðslugetu innanlands ef hann hyggur á markaðssókn erlendis. Hvort slíkt er fýsilegt veltur á væntu raungengi innlands gjaldmiðils gagnvart gjaldmiðlum markaðslandanna og stöðugleika þess. Erlendir fjárfestar kunna að forðast fjárfestingu á sveiflukenndum gjaldmiðlasvæðum af sömu ástæðu. Með sama hætti og mikil og breytileg verðbólga kann að leiða til óhagkvæmrar fjárfestingar geta sveiflur í gengi leitt til mistaka í fjárfestingu.<sup>5</sup>

4. Samkvæmt rannsóknnum Coleman (1999) hafa raungengissveiflur milli Nýja-Sjálans og Ástralíu undanfarin 30 ár verið tífalt stærri en á milli einstakra ríkja Ástralíu.

5. Sjá t.d. athuganir Darby o.fl. (1998) sem staðfesta að gengissveiflur draga úr fjárfestingu.

### 2.2 Áhrif raungengisóvissu á utanríkisviðskipti

Þegar hafinn er útflutningur á tiltekið markaðssvæði felst í því umtalsverður óafturkræfur kostnaður (e. *sunk cost*) – t.d. við að setja upp skrifstofur eða útibú og við kynningu á vöru eða þjónustu. Þegar lagt er út í slíkan kostnað þarf að meta líkur þess að sveiflur í gengi kippi fótunum undan arðsemi þeirrar fjárfestingar.<sup>6</sup> Hið sama á við um innflutningsstarfsemi. Gjaldmiðlaóvissa er því líkleg til að draga úr utanríkisviðskiptum. Fjöldi empirískra rannsókna hefur staðfest þetta á undanföllum árum, en þekktastar eru líklega rannsóknir A. Rose o.fl. þar sem byggt er á svokölluðu þungamiðjulíkani (e. *gravity model*).<sup>7</sup> Þótt niðurstöður athugana séu nokkuð mismunandi sýna þær ótvírætt að sjálfstæður gjaldmiðill leiðir til umtalsvert minni utanríkisviðskipta en ella.<sup>8</sup> Raunar er leitun að empirískum rannsóknum á sviði hagfræði sem gefa jafn afdráttarlausu niðurstöðu: Sjálfstæður gjaldmiðill virðist vera umtalsverð viðskiptahindrun, með öllu því velferðartapi sem viðskiptahindranir hafa í för með sér. Hvað Ísland áhrærir hafa áhrif sjálfstæðs gjaldmiðils á utanríkisviðskipti verið könnuð af Þórnari Pétursyni og Francis Breedon (2005), en niðurstöður rannsókna þeirra eru birtar í þessu hefti *Fjármálatíðinda*. Þær gefa til kynna að viðskipti Íslands við EMU-löndin kunni að aukast um 60% með aðild að EMU, án þess að viðskipti við önnur ríki verði fyrir neikvæðum áhrifum.

Ef sjálfstæður gjaldmiðill felur í sér viðskiptahindrun gætu aukin viðskipti sem af þátttöku í

6. Athuganir Campa (2000) staðfesta þátt óafturkræfs kostnaðar í útflutningsákvörðunum fyrirtækja. Þótt það verði ekki beinlínis rakið til gengisóstöðugleika virðast áhrif gengisbreytinga á útflutning fyrir tilstilli áhrifa á fjölda útflutningsfyrirtækja vera smávægileg. Á Spáni virtist t.d. 10% gengislækkun einungis leiða til 1,5% meiri útflutnings vegna fjölgunar útflutningsfyrirtækja.

7. Sjá t.d. Rose (2000, 2001 og 2003).

8. Caballero og Corbo (1989) mátu útflutningsjöfnur fyrir sex þróunarlönd þar sem tekið var tillit til raungengisóvissu. Niðurstaða þeirra var að stækkun staðalfráviks árlegs raungengis um 5 prósentur drægi úr útflutningi um 2%-3% til skamms tíma, en áhrifin væru mun meiri til lengri tíma lítið.

gjaldmiðlabandalagi myndi leiða hugsanlega leitt til meiri sérhæfingar og því sveiflukenndari efnahag, eins og Krugman (1992) hefur haldið fram.<sup>9</sup> Það myndi þá fela í sér að gjaldmiðlabandalag gæti verið óstöðugt nema hreyfanleiki framleiðsluþátta sé þeim mun meiri. Þetta er þó ekki sjálfgefið. Útilokun gengisóvissu myndi bæta skilyrði innlendra smáfyrirtækja til að stækka út fyrir markað smárikisins og auðvelda erlendum fyrirtækjum til að starfa innan þess. Niðurstöður Frankel og Rose (1997) virðast styðja þetta, en þeir fundu sterk tengsl á milli mikilla gagnkvæmra viðskipta þjóða og samfylgni hagsveiflu. Ef ytri skellir eru mjög bundnir við ákveðna geira, t.d. sjávarútveg í tilfelli Íslands, kann einnig að draga verulega úr gildi gengisbreytinga sem aðlögunartækis, þar sem það kann að leiða til þess að vöxtur í öðrum geirum sem deila ekki sveiflu-eiginleikum ráðandi geira eigi erfitt uppdráttar. Þannig geta gengissveiflur viðhaldið ákveðinni einhæfni atvinnulífsins.<sup>10</sup> Tregða við að fjármagna viðskiptahalla kann einnig að ýta undir sérstakar sveiflur. Niðurstæða Flandreau og Maurel (2001) var að vægi þessara áhrifa væri mun meira en tilhneiging til meiri sérhæfingar.

### 2.3 Hagnýting stærðarhagkvæmni

Áhættan sem fylgir því að sækja á erlenda markaði, sem stafar af því að miklar sveiflur í gengi gjaldmiðils geta kippt grundvellingnum undan slíkum áformum á skömmum tíma, hvetur fyrirtæki til að beina markaðssetningu að innlendum markaði. Í sumum tilvikum kann full stærðarhagkvæmni ekki að nást nema með erlendri markaðs-sókn. Velferðartapið af völdum sveiflukennds gjaldmiðils kann því að vera þeim mun meira sem landið er minna.

9. Sjá einnig Kenen (1969) og Eichengreen (1992).

10. Sjá t.d. Ricci (1997), sem kemst að þeirri niðurstöðu að sveigjanlegt gengi stuðli að meiri sérhæfingu en fast gengi. Hann bendir á að þegar raun-, framboðs- eða eftirspurnarskellir eigi sér stað gegni gengið hlutverki í aðlögun fyrirtækja í því landi sem er sérhæft í viðkomandi framleiðslu, en valdi um leið röskun á stöðu annarra fyrirtækja.

2.4 Ráðstöfun sparnaðar yfir rúm og tíma  
Sveiflur í gengi geta hafa áhrif á ráðstöfun sparnaðar yfir rúm og tíma. Fræðilega ættu frjálsar fjármagnshreyfingar að stuðla að hagkvæmari ráðstöfun sparnaðar í heimsbúskapnum og þar með rjúfa tengslin milli þjóðhagslegs sparnaðar og fjárfestingar. Þetta er sérlega mikilvægt fyrir smáriki þar sem fjárfestingartækifæri eru líkleg til að koma í bylgjum. Ein af ráðgátum efnahagsþróunar síðustu áratuga er að fylgni milli þjóðhagslegs sparnaðar og fjármunamyndunar í hverju landi hefur haldist sterk þrátt fyrir að fjármagnshreyfingar hafi verið gefnar frjálsar.<sup>11</sup> Þeir sem afla sér fjármagns í erlendum gjaldmiðli taka á sig gjaldmiðlaáhættu, nema tekjur þeirra séu í sama gjaldmiðli eða hægt að koma við áhættuvörnum af öðru tagi. Sé lánsfjár aflað með útboði skuldabréfa í innlendum gjaldmiðli taka erlendir kaupendur útgefina skuldabréfa jafnan gjaldmiðlaáhættu. Fyrir þá áhættu krefst lánveitandinn eða kaupandi skuldabréfa þóknunar eða álags á sambærilega erlenda vexti. Land sem er hreinn lántakandi á erlendum markaði þarf því jafnan að setta sig við álag á vexti í innlendum gjaldmiðli, sem er því herra sem landið býr við sveiflukenndari og þynnri gjaldeyris- og fjármagnsmarkað. Ef fjárfestingartækifæri eru rík en innlendir sparnaður lítill getur sjálfstæður gjaldmiðill því dregið úr fjárfestingu og hagvexti.

### 2.5 Ráðstöfun tekna yfir rúm og tíma

Óvissa um gengisþróun getur haft áhrif á hvernig fólk kys að ráðstafa tekjum sínum til einkaneyslu yfir rúm og tíma. Með vaxandi fjölda velsettra eftirlaunaþega færast í vöxt að fólk ráðstafi stórum hluta tekna sinna utan heimalandsins – þ.e.a.s. upprunalands tekna. Verðmæti lífeyrisréttinda viðkomandi eru varðveitt í gjaldmiðli heimalands. Gjaldmiðlaáhætta getur verið áformum um

11. Þessi ráðgáta gengur oft undir heitinu Feldstein-Horiokaráðgátan, sbr. Feldstein og Horioka (1980), sem komust að þeirri niðurstöðu að þrátt fyrir frjálsar fjármagnshreyfingar væru 9/10 hlutar innlendra fjárfestingar í iðnríkjunum fjármagnaðir með innlendum sparnaði. Síðari tíma rannsóknir hafa bent til þess að tengslin hafi veikst á síðari árum en séu þó enn sterk.

að verja hluta lífeyristekna utan heimalands fjötur um fót og leiðir því til velferðartaps fyrir viðkomandi einstakling. Sama á við erlenda einstaklinga sem kunna að kjósa að verja ævikvöldinu í heimalandinu.

2.6 Niðurstaða 1: Smæð gjaldmiðlasvæðis leiðir til velferðartaps af margvíslegum toga Niðurstaðan af ofangreindu er að frá mikróhagfræðilegu sjónarmiði leiðir lítið gjaldmiðlasvæði til velferðartaps af ýmsum toga. Gengi gjaldmiðils hefur mikil áhrif á hlutfallslegt verð mikils hluta vöru og þjónustu í litlu opnu hagkerfi. Því er tæpast ástæða til að ætla að mikróhagfræðilegur kostnaður óstöðugis gengis sé til muna minni en kostnaður af óstöðugri verðbólgu. Slikt getur að visu reynst erfitt að sýna fram á tölfræðilega, e.t.v. vegna þess að skaðsemin kann að koma fram með langri og breytilegri töf og falla í skuggann af öðrum þáttum sem hafa sterkari áhrif til skamms tíma. Ekki er heldur langt síðan tókst að sýna með sæmilega sannfærandi hætti fram á skaðleg áhrif mikillar verðbólgu, þótt fæstir efast nú orðið um skaðsemi hennar. Erfitt er að koma auga á rök fyrir því að velferðartap og óhagkvæmni leiði af mikilli og breytilegri verðbólgu en ekki af gengissveiflum. Í stórum dreifðum hagkerfum ættu áhrifin þó að vera minni en í smáum hagkerfum þar sem gengissveiflur hafa áhrif á mikinn hluta þjóðarbúskaparins. Mikilvægasta velferðartapið felst þó líklega í þeirri viðskiptahindrun sem sveiflukenndur gjaldmiðill er og leiðir til minni utanríkisviðskipta en ella væru hagkvæm. Þetta er mikilvægt að hafa í huga vegna þess að tiltölulega lágt hlutfall utanríkisviðskipta af landsframleiðslu miðað við stærð þjóðarbúskaparins er ein af röksemdunum fyrir því að Ísland gæti þrátt fyrir smæðina verið hagkvæmt gjaldmiðlasvæði, samanber Krugman (1989), því að mikróhagfræðilegur ávinningur ætti samkvæmt því ekki að vera meiri en í ýmsum meðalstórum ríkjum.<sup>12</sup> Ef aðild að gjaldmiðla-

bandalagi leiðir til umtalsvert meiri viðskipta fellur sú röksemd um sjálfa sig. Það kann jafnframt að skýra hvers vegna hinum minni ríkjum evrusvæðisins hefur að flestu leyti vegnað betur eftir inngöngu þeirra í gjaldmiðlabandalagið en hinum stærri.<sup>13</sup>

### 3. Hinn þjóðhagslegi ávinningur sjálfstæðrar peningastefnu

Í hverju felst hinn þjóðhagslegi ávinningur þess að geta hagað peningastefnunni og þar með gengismálum eftir því sem vindar blása í þjóðarbúskapnum? Fyrst og fremst í því að geta hugsanlega stuðlað að minni sveiflum í ráðstöfunartekjum, atvinnu og einkaneyslu. Ekki hefur verið sýnt fram á með empírískum rannsóknum að sveiflur í einkaneyslu svæða innan gjaldmiðlasvæðis séu meiri en sveiflur í einkaneyslu landa af svipaðri stærð sem hafa eigin gjaldmiðil. Í umræðunni til þessa hafa menn lítið lagt sig eftir að sýna fram á að svo sé. Flestir hafa gefið sér að raunverulegur þjóðhagslegur ávinningur sé af sjálfstæðri peningastefnu – og því meiri sem tengslin á milli hagsveiflu viðkomandi lands og hagsveiflu helstu viðskiptalanda þess eru veikari. Þ.e. eftir því sem „ósamhverfir“ framboðsskellir, þ.e.a.s. skellir sem eru sérstakir fyrir viðkomandi land, eru algengari er ríkari þörf fyrir sjálfstæði í peningamálum. Peningastefna stórra gjaldmiðlasvæða sem búa við ólíka hagsveiflu hentar síður. Athyglin hefur beinst að því að sýna fram á að skellir sem viðkomandi land verður fyrir séu ólíkir eða líkir skellum sem nágrannalöndin, eða svæði gjaldmiðils sem til greina kemur að taka upp, verða fyrir. Minni gaumur hefur verið gefinn að því hversu raunhæft sé að sjálfstæður gjaldmiðill leiði til minni sveiflna í einkaneyslu sem tíðir ytri skellir hafa í för með sér. Áður en lengra er haldið er þó rétt að rifja upp hvað takmarkar þörfina fyrir sjálfstæða peningastefnu, þrátt fyrir sérstaka skelli.

12. Því má bæta við að svona samanburðarrökfræði er ætíð varhugaverð, því að hún gengur út frá því að viðmiðunarlöndin séu hagkvæm gjaldmiðlasvæði. Það er auðvitað ekki sjálfgefið.

13. Sjá t.d. Þorsteinn Þorgeirsson (2003).

### 3.1 Hreyfanleiki framleiðsluþátta í stað aðlögunar hlutfallslegs verðlags

Þótt viðurkennt sé að Ísland verði fyrir sérstökum skellum og ætti því fræðilega séð að geta haft gagn af sjálfstæðri peningastefnu er ekki víst að hennar sé þörf. Mundell (1961) velti fyrir sér þeirri spurningu hvað takmarkaði fjölda hagkvæmra gjaldmiðlasvæða í ljósi þess að líkur á sérstökum framboðsskellum aukast eftir því sem lönd eða einstök svæði stórra landa eru minni, því að atvinnulíf einstakra svæða er jafnan fábreyttara en heildarinnar. Ef aðeins væri horft til sérstakra skella ættu hagkvæm gjaldmiðlasvæði því að vera nánast óendanlega mörg. Mundell benti á að rökin fyrir sveigjanlegu gengi gjaldmiðla séu aðeins gild að því marki sem forsenda hins ríkdíska milliríkja-viðskiptalíkans á við, þ.e.a.s. að framleiðsluþættir – auðlindir, fjármagn og vinnuafli – séu hreyfanlegir innan lands en óhreyfanlegir milli lands. Ef t.d. vinnuafli eða fjármagn er auðhreyfanlegt milli svæða er minni þörf en ella fyrir að örva efnahagslíf viðkomandi svæðis þegar áföll ríða yfir. Á endanum veltur svarið á þeirri empirísku spurningu hversu mikill hreyfanleiki framleiðsluþátta á milli lands sé í reynd og þeirri fræðilegu spurningu hve mikill hreyfanleiki sé nægilegur eða æskilegur.<sup>14</sup> Ýmsar rannsóknir hafa verið gerðar á hreyfanleika vinnuafli, en án þess að svara beint þeirri spurningu hvort hreyfanleikinn sé nægur. Yfirleitt hefur verið látið við það sitja að benda á að vinnuafli sé jafnan hreyfanlegri innan lands en milli lands. Fyrir því kunna að vera ýmsar ástæður, t.d. ólík tungumál, löggjöf, menning, fordómar o.s.frv. Á þessum sviðum hefur auðvitað orðið gjörbreyting innan Evrópu á sl. áratug, þótt enn þá sé hreyfanleikinn innan álfunnar líklega minni en innan Bandaríkjanna. Þær stórfamkvæmdir sem nú standa yfir hér á landi sýna þó glögglega hve hreyfanleiki vinnuafli hefur aukist á undanföllum árum. Færa má fyrir því rök að þátttaka í gjald-

miðlabandalagi auðveldi hreyfanleika vinnuafli enn frekar, því að það auðveldar fólki að afla sér tekna og lífeyrisréttinda í einu landi en verja þeim og hluta ævinnar í öðru.

Af einhverjum ástæðum hefur umræðan um hreyfanleika framleiðsluþátta nær eingöngu snúist um hreyfanleika vinnuafli. Þetta er sérkennilegt í ljósi þess að ein róttækasta breytingin sem orðið hefur á heimbúskapnum frá því að Mundell skrifaði hina frægu grein árið 1961, sem hefur orðið nánast að trúarkreddu í umræðunni um gjaldmiðlabandalög, er afnám nánast allra hafta á fjármagnshreyfingar. Með hreyfanleika fjármagns má ná sama markmiði og með hreyfanleika vinnuafli. Ef viðskiptakjör eða aflabrogð t.d. rýrna tímabundið eru heimilin og fyrirtækin tímabundið rekin með halla, þ.e.a.s. tekin eru lán til að mæta tímabundnum samdrætti tekna. Aðild að gjaldmiðlabandalagi gerir þetta auðveldara. Kjarninn í röksemdafærslu í annarri grein Mundells, sem birtist árið 1973, er að gjaldmiðlasamruni stuðli þannig að áhættudreifingu og jafnari vexti einkaneyslu, en mun minna hefur verið vitnað í hana en hina fyrri grein.

### 3.2 Sveigjanleiki raunlauna

Ef hreyfanleiki vinnuafli er ekki nægilegur til þess að koma í veg fyrir atvinnuleysi þegar þjóðarbúskapurinn verður fyrir ytri áföllum þarf það samt ekki að koma að sök ef laun eru nægilega sveigjanleg. Stjórnvöld sem vilja stuðla að jafnri atvinnu þurfa því síður að reiða sig á gengislækkun til að ná því markmiði. Vísbendingar eru um að töluverður sveigjanleiki raunlauna og í sumum tilfellum nafnlauna sé fyrir hendi hér á landi.<sup>15</sup> Á árum áður stafaði það líklega af því að verðbólga var meiri á Íslandi en í nálægum löndum, en jafnvel eftir að verðbólga komst á svipað ról og í nálægum löndum virðist

14. Ekki er víst að mikill hreyfanleiki vinnuafli sé ævinlega æskilegur eða án óæskilegra aukaverkana. Að gera atvinnulausu hæfu fólki kleift að halda kyrru fyrir á meðan tímabundin áföll dynja yfir kann að vera hagkvæmt, ef kostnaður fylgir því að laða vinnuafli til starfa á ný þegar árferði batnar.

15. Sjá Ásgeir Jónsson og Sigurður Jóhannesson (2002). T.d. lækkaði meðaltíma kaup hjá þriðjungi fyrirtækja á tímabilinu á milli fjórða ársfjórðungs 1992 og jafnlengdar 1993. Einkum virðast laun sveigjanleg hjá litlum fyrirtækjum. Að hluta má sennilega rekja þennan sveigjanleika til þess að töluvert er um yfirborganir, yfirvinnu og bónusgreiðslur sem hægt er að draga úr eða dragast sjálfkrafa saman þegar hægir á hagvexti.

sveigjanleikinn meiri en í mörgum löndum. Reyndar er lækkun raunlauna ein meginástæða þess að gengislækkun hefur oft í för með sér samdrátt í einkaneyslu. Ef markmið sjálfstæðrar peningastefnu er að stuðla að jafnari vexti einkaneyslu kann því að vera mótsagnarkennt að reiða sig að miklu leyti á sveigjanleika raunlauna, sem óhjákvæmilega tengjast sveiflum í einkaneyslu.

Af ofangreindu má draga þá ályktun að töluverð óvissa hljóti að ríkja um hvort hægt sé í reynd að draga merkjanlega úr sveiflum í einkaneyslu með sjálfstæðri peningastefnu. Hreyfanleiki framleiðsluþátta ætti einnig að draga verulega úr þörf fyrir sveigjanleika í gengi. Hreyfanleiki vinnuafis hefur aukist á undanförunum árum, en hreyfanleiki fjármagns skiptir ekki síður máli og aðild að gjaldmiðlabandalagi kann að auðvelda sveiflujöfnun einkaneyslu með þeim hætti.

#### 4. Er hægt að beita peningastefnu til að draga úr sveiflum í einkaneyslu og atvinnustigi? Vandamál hagstjórnar í litlu opnu hagkerfi

Af framangreindu má draga þá ályktun að töluverður vafi leiki á því hvort raunhæft sé að beita sjálfstæðri peningastefnu á svo árangursríkan hátt að sveiflur í einkaneyslu verði til muna minni en ef Ísland tilheyrði stærra gjaldmiðlasvæði. Í ljósi þess að sterk rök eru fyrir umtalsverðum mikróhagfræðilegum ávinningi virðist eðlilegast að snúa spurningunni sem lögð var fyrir í upphafi við og spyrja: Er ávinningur sjálfstæðrar peningastefnu svo mikill (ef einhver) að það réttlæti að fórna mikróhagfræðilegum ábata þess að tilheyra stóru gjaldmiðlasvæði? Í þessu felst að sönnunarbyrðinni hefur verið snúið við og beinist nú að því að færa sönnur á þjóðhagslegan ávinning sjálfstæðrar peningastefnu, í stað þess að ganga út frá því sem vísu að hann sé fyrir hendi, þegar svo háttar til að land verður oft fyrir sérstökum framboðsskellum.

Ég sný mér nú að því viðfangsefni að greina við hvaða vanda er að etja andspænis því markmiði að jafna sveiflur í einkaneyslu í litlu opnu hagkerfi. Beini ég þar sjónum að peningastefnunni og því hlutverki sem gengi gjaldmiðils viðkomandi lands gegnir í miðlun peningastefnu-

unnar, sem og miðlun áhrifa ytri skella um þjóðarbúskapinn.

#### 4.1 Hröð áhrif gengisbreytinga á innlent verðlag

Meðal þess sem mælir gegn því að hagkvæm gjaldmiðlasvæði geti verið mjög mörg og smá er að eftir því sem svæði eru smærri og opnari fyrir umheiminum hefur innlent verðlag tilhneigingu til aðlagast hraðar að breytingum í gengi gjaldmiðla. Ávinningur gengislækkunar, þegar þjóðarbúskapurinn verður fyrir ytri áföllum, verður því í besta falli skammvinnur og leiðir til aukinnar verðbólgu. Að því er Ísland áhræfir hefur á móti verið bent á að umfang utanríkisviðskipta sé ekki eins hátt og stærð landsins gefur tilefni til að ætla. Fyrir utan þau rök sem nefnd voru hér að framan um að sveiflur í gengi skýri lágt hlutfall utanríkisviðskipta að nokkru leyti má þó benda á að hversu skjótt gengisbreytingar skila sér í innlendu verðlagi ræðst ekki eingöngu af því hversu þungt innflutningur vegur í innlendra einkaneyslu, heldur einnig þeirri staðreynd að í mörgum tilvikum er um litla eða alls enga innlenda samkeppni að ræða. Næmi innlands neysluverðlags fyrir erlendum gengisbreytingum, a.m.k. þeim sem eru umtalsverðar og nokkuð langvarandi, er því sennilega í meira lagi.

#### 4.2 Ákvarðar undirliggjandi efnahagsþróun verðmyndun á gjaldeyrismarkaði?

Því aðeins að verðmyndun á gjaldeyrismarkaði ráðist af undirliggjandi efnahagsþróun getur sveigjanleg gengisstefna gegnt því hlutverki að milda sveiflur í þjóðarbúskapnum. Verði þjóðarbúskapurinn fyrir ytri áföllum, samkvæmt kennslubókardæmi um hlutverk gjaldeyrismarkaðar, t.d. rýrnum viðskiptakjara, myndast halli á ytri jöfnuði þjóðarbúsins. Hallinn leiðir til umfræftirspurnar eftir erlendum gjaldeyri, sem veikir gengið, en það örvar aftur á móti útflutning og letur innflutning uns jafnvægi er komið á á ný. Þannig er gert ráð fyrir að gengið sé nokkurs konar jafnvægisstillir í þjóðarbúskapnum, sem tryggi sem fyllsta nýtingu framleiðsluþátta án þess að þjóðarbúskapurinn þurfi að fara í gegnum langdregið tímabil verðhjöðnunar, eins og Milton Friedman hélt fram árið 1963.

Í þeirri veröld sem kenningin um hagkvæmasta gjaldmiðlasvæði á uppruna sinn – á sjöunda áratug síðustu aldar – var það reyndar hlutverk stjórnvalda að laga gengið að nýjum aðstæðum til þess að tryggja hátt atvinnustig. Þetta var áður en höft á fjármagnshreyfingar voru losuð og tilhneiging var til að líta á fjármagnsjöfnuðinn sem nánast hlutlausu spegilmynd viðskiptajafnaðar. Í umræðunni um hagkvæmasta gjaldmiðlasvæði virðist stundum sem gleymst hafi að uppfæra þessa heimsmynd til nútímans. Þær sviptingar sem riðið hafa yfir gjaldeyrismarkaði heimsins á undanförmum árum virðast í mörgum tilvikum fremur hafa átt upphaf í fjármagnshreyfingum sem eru óháðar undirliggjandi viðskiptum með vörur og þjónustu. Þessar hreyfingar hafa kallað fram snöggar breytingar á gengi og því breytingar á viðskiptajöfnuði, fremur en hið gagnstæða. Því má ekki gleyma að gengi gjaldmiðla er í reynd eignaverð sem lýtur sömu lögmálum og önnur eignaverð – þ. á m. undirliggjandi óvissu um raunverulegt verðgildi eignarinnar. Þetta felur í sér að væntingar og breytingar á þeim gegna lykilhlutverki. Í smáum ríkjum hafa sveiflur í verði heimagjaldmiðilsins meiri og beinni áhrif á þjóðarþúskaðinn en sveiflur í verði annarra eigna, t.d. hlutabréfa og fasteigna. Þau eiga því mikið undir því komið að verðmyndun á markaði fyrir gjaldmiðil þeirra sé skilvirk og ráðist af undirliggjandi efnahagsþróun.

#### 4.3 Á grunnnum gjaldeyrismarkaði aukast líkur á óskilvirkri verðmyndun og óæskilega miklum áhrifum fárra aðila

Að því má leiða rök að líkur á skilvirkri verðmyndun verði því minni sem markaðurinn er smærri í sniðum. Í umhverfi óvissu og viðkvæmra væntinga er frjósamur jarðvegur fyrir spákaupmennsku, sem getur stundum haft umtalsverð áhrif á gengi gjaldmiðla. Í kreppunni sem reið yfir ýmis lönd í Asíu undir lok síðustu aldar fór miklum sögum af þætti vogunarsjóða í falli gjaldmiðla þessara landa. Því smærra sem gjaldmiðlasvæði er miðað við stærð þessara sjóða því berskjaldari er gjaldmiðillinn fyrir áhlaupum þeirra. Í margnefndri tímamótagein Mundell (1961) nefnir höfundur ýmsar ástæður þess að

gjaldmiðlasvæði eru ekki fleiri en þau eru, þrátt fyrir að einstök svæði landa verði fremur fyrir sérstökum skellum en landið í heild. Einn þeirra takmarkandi þátta sem Mundell nefnir er að gjaldmiðlasvæði megi ekki vera svo smátt að einn markaðsaðili geti haft umtalsverð áhrif á gengi gjaldmiðilsins. Ljóst er að margfalt stærri lönd en Ísland uppfylla tæpast þetta skilyrði. Fastgengisstefna gerði sum þeirra landa sem gengu í gegnum gjaldeyriskreppur á síðasta áratug 20. aldar vitaskuld berskjaldari en ella fyrir atlöngum spákaupmanna. Lönd sem búa við fljótandi gengi geta þó einnig þurft að glíma við óæskilega miklar og snöggar gengishreyfingar.

En spákaupmennska er ekki eina vandamálið. Í smárikjum er líklegt að gjaldeyrismarkaðurinn sé að stórum hluta í höndum fárra aðila. Hér á landi skipta þrír bankar á milli sín gjaldeyrismarkaðinum. Við slíka fákeppni getur auðveldlega komið upp sú staða að þörf eins aðila fyrir erlendan gjaldeyri eigi sér ekki mótsvörum í þörf annars fyrir krónur. Ef væntingar þessara aðila um gengisþróunina eru viðkvæmar fyrir nýlegri gengisþróun geta myndast spiralar sem leiða til óæskilega mikillar sveiflu í gengi. Fákeppni á gjaldeyrismarkaði þarf þó ekki alltaf að leiða til meiri sveiflna í gengi. Þegar gjaldeyrismarkaðurinn er ekki undir þrýstingi getur hið gagnstæða átt sér stað. Gjalddeyrismarkaður er vettvangur þar sem gagnstæðum þörfum fyrir gjaldmiðla er fullnægt. Stórir bankar fullnægja þörfum ólíkra viðskiptavina innan bankans. Eftir því sem bankarnir eru stærri og fjölbreyttari verður millibankagjalddeyrismarkaðurinn þynnri og viðskiptin síður líkleg til að endurspeglar framboð og eftirspurn viðskiptavinanna. Þar með er ekki sagt að gengið sveiflist meira til skamms tíma. Þvert á móti geta bankarnir að nokkru leyti tekið á sig sveiflur í gjalddeyrisflæðinu. Þar sem þeir kunna að eiga umtalsverðra hagsmuna að gæta, bæði vegna eigin stöðu en þó e.t.v. fremur vegna umtalsverðra útlána í erlendum gjaldmiðli sem skapar gjaldmiðlaáhættu fyrir viðskiptavinina og þar með hættu á útlánatöpum fyrir bankana, kunna þeir að hika við að setja stór viðskipti út á gjalddeyrismarkaðinn. Geta þeirra að þessu leyti er þó takmörkuð og þegar á endanum verður ekki hjá

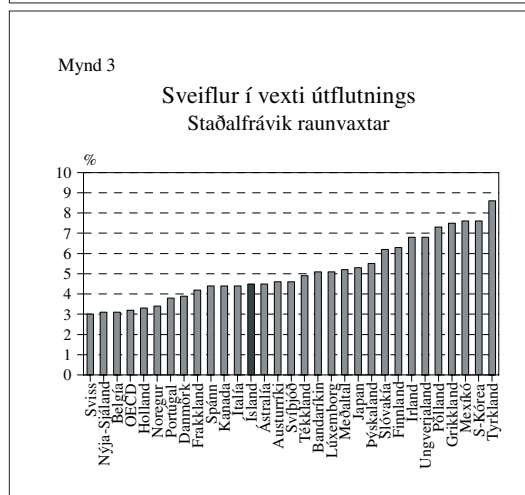
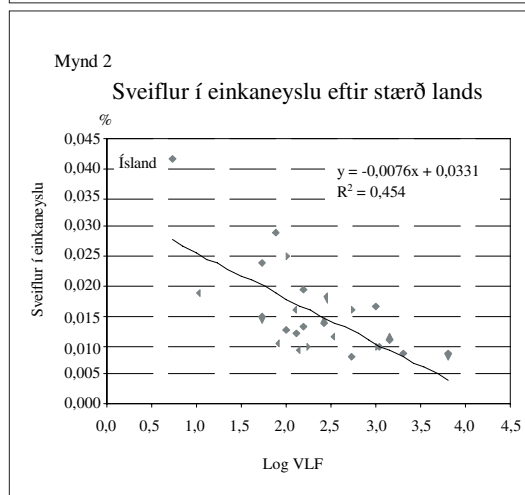
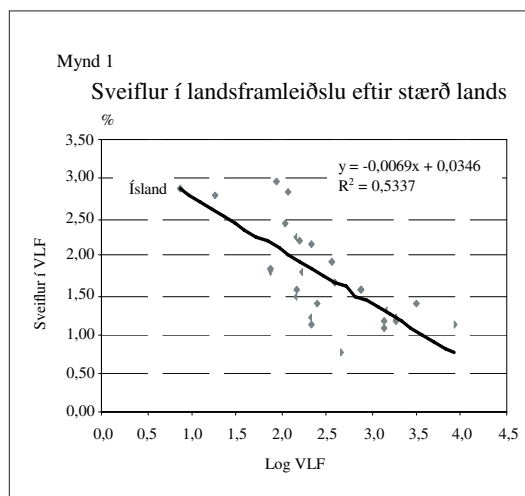


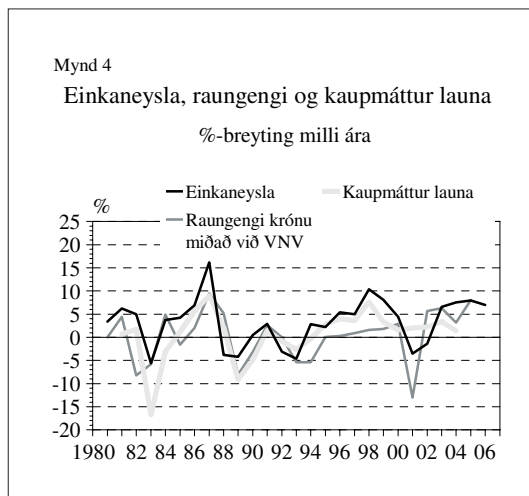
Því komist að losa um stöðu á markaðnum getur myndast skyndilegur þrýstingur á gengið sem verður þeim mun meiri sem bankarnir hafa tekið á sig meiri sveiflur. Svipaðar aðstæður geta því myndast og þegar seðlabanki notar gjaldeyrisforða sinn til að jafna sveiflur í gengi uns hann kemst að þeirri niðurstöðu að ógerlegt sé að halda genginu stöðugu til lengdar. Þannig geta skipst á tímabil kyrrðar og ókyrrðar á gjaldeyrisörkum þar sem fákeppni ríkir.

#### 4.4 Miklar sveiflur einkaneyslu á Íslandi

Að Kóreu undanskilinni hefur einkaneysla sveiflast meira á Íslandi en í nokkru öðru OECD-ríki undanfarnin 10 ár og hafa sveiflurnar verið meiri en skýrist af smæð landsins. Sker Ísland sig verulega úr öðrum OECD-ríkjum að því leyti. Ef horft er til sveiflna í landsframleiðslu sker Ísland sig hins vegar ekki úr öðrum OECD-ríkjum þegar tekið hefur verið tillit til stærðar. Andstætt því sem margir kynnu að ætla hefur vöxtur útflutnings Íslendinga undanfarna tvo áratugi alls ekki verið sérlega sveiflukennndur. Reyndar hafa sveiflurnar verið minni en að meðaltali meðal OECD-ríkja. Viðskiptakjör Íslendinga sveiflast heldur meira en meðaltal OECD-ríkja, en ekki áberandi. Hver er skýringin á þessari miklu sveifluhneigð einkaneyslu? Nærtæk skýring er að sveiflur í gengi krónunnar hafi aukið á sveiflur í kaupmætti og þannig ýtt undir sveiflur í einkaneyslu. Mynd 4 gefur það skýrt til kynna og þarf ekki að fara lengra aftur en til árunna 2001-2002 til að finna skýr dæmi um slíkt.<sup>16</sup> Þau rök að sveigjanlegt gengi sé nauðsynlegt til að draga úr sveiflum í einkaneyslu eiga því tæpast við, þótt of snemmt sé að fullyrða hvernig hin nýja umgjörð peningastefnunnar muni reynast í þessum efnun.

16. Að því marki sem lækun raungengis og ytri áföll hafa farið saman eru einkaneysla og raungengi auðvitað sameiginlega ákvörðuð. Samdrátt einkaneyslu árin 2001 og 2002 er þó ekki hægt að kenna ytri áföllum. Samdráttinn þá virðist fyrst og fremst mega rekja til lækkunar gengis krónunnar.





#### 4.5 Gjaldeyriskreppur

Reynsla víðs vegar í heiminum undanfarna áratugi gefur frekara tilefni til að efast um þá staðhæfingu að sjálfstæðri peningastefnu sé hægt að beita til að stuðla að umtalsvert jafnari vexti einkaneyslu en mögulegt væri innan gjaldmiðlabandalags. Fjöldi gjaldeyriskreppna, sem iðulega hafa haft í för með sér sársaukafullan samdrátt einkaneyslu (einkum þegar fjármálakreppur fylgja í kjölfarið eða eru ein af ástæðum gjaldeyriskreppu), sýna að stórar hreyfingar í gengi auka oft á samdrátt einkaneyslu. Hætta á gjaldeyriskreppum í þessum skilningi er reyndar e.t.v. fjarlægari nú þegar tekið hefur verið upp verðbólguþolmið með fljótandi gengi í flestum þróuðum löndum heims. Sveiflurnar geta þó stundum verið það miklar að þær hafi í för með sér óvæntan samdrátt ráðstöfunartekna, einkum ef neysluverðlag er næmt fyrir gengisbreytingum og erlendar skuldir þjóðarinnar miklar. Gjaldmiðla- og fjármálakreppur eru samtvinnuð fyrirbæri. Ýmist hafa gjaldmiðlakreppur orðið í kjölfar fjármálakreppna eða verið meginástæða þeirra. Eitt er vist að fjármálakreppur eru afar kostnaðarsamar þegar þær verða. Meðalkostnaður þeirra er sennilega á bilinu 15-20% af landsframleiðslu og dæmi eru um kostnað umfram helming landsframleiðslu. Hrein skuld íslenska þjóðarbúsins er meiri en í nokkru öðru OECD-ríki og munar verulegu á Íslandi og því landi sem næst kemur á eftir.<sup>17</sup> Skuldastaðan gerir það að verkum að líkur á því

að mikil gengislækkun hafi samdráttaráhrif margfaldast. Skuldastaða landsins dregur mjög úr mögulegum ábata sjálfstæðs gjaldmiðils. Mishkin (1999a) bendir á að lækkun gengis í nýmarkaðsríkjum geti haft sérstaklega sterk samdráttaráhrif af þessum ástæðum. Að mörgu leyti svipar Íslandi til nýmarkaðsríkja að því er varðar erlendar skuldir og vandkvæði á að taka erlend lán í eigin gjaldmiðli.

#### 4.6 Vandí peningastefnu í smárikí með verðbólguþolmið og fljótandi gengi

Við getum nú dregið saman vandann sem stjórnvöld peningamála í smárikí með verðbólguþolmið og fljótandi gengi eiga við að glíma:

Seðlabanki smárikis býr við þær aðstæður að áhrif gengisbreytinga á verðlag koma afar fljótt fram í samanburði við stærri ríki. Ávinningur af aðlögun gengis er því fremur lítill, eins og fram hefur komið. Þótt fljótandi gengi kunni að draga úr áhrifum minni háttar og skammvinnra gengisbreytinga á innlent verðlag koma meiri háttar og langvarandi sveiflur að lokum fram af fullum þunga.

Árangur peningastefnu sem er byggð á verðbólguþolmiði hvílir á framsýni hennar. Ef gengisþróun er ekki fyrirsjáanleg og gengisbreytingar hafa sterk áhrif á innlent verðlag setur það peningastefnunni strangar skorður. Verðbólguþolmiði verður erfiðara að ná en ella. Ef marka má þrjátíu ára sögu fljótandi gengis er lítill von til þess að hægt sé að sjá fyrir gengi gjaldmiðla út frá undirliggjandi efnahagsþróun. Auk þess að vera illa fyrirsjáanlegar hafa sveiflur stundum verið öfgakenndar.

Í smárikí kunna ófyrirsjáanlegir skellir að hafa öfgakennd áhrif á gengi. Ef gengi gjaldmiðilsins veikist mun meira en efni standa til vegna fjármagnsflóttu, hefur slíkt samdráttaráhrif. Þar sem

17. Í lok árs 2003 námu hreinar skuldir Íslendinga u.þ.b. landsframleiðslu eins árs. Á sama tíma námu hreinar skuldir þeirra sem næstmest skulduðu, þ.e.a.s. Dana og Grikkja, u.þ.b. hálfri landsframleiðslu og skuldir Ný-Sjálandinga fylgja fast á eftir. Þá er ekki tekið tillit til þess að erlendar skuldir hinna þjóðanna eru að stórum hluta í eigin gjaldmiðli.

slík framvinda kemur skjótt fram í innlendu verðlagi gætu nauðsynleg viðbrögð falist í hækkun vaxta á sama tíma og lækkun gengis ýtir undir samdrátt í þjóðarbúskapnum.

#### 4.7 Niðurstaða 2: Mikil óvissa ríkir um hvort raunhæft sé að sveigjanlegt gengi dragi úr sveiflum í einkaneyslu

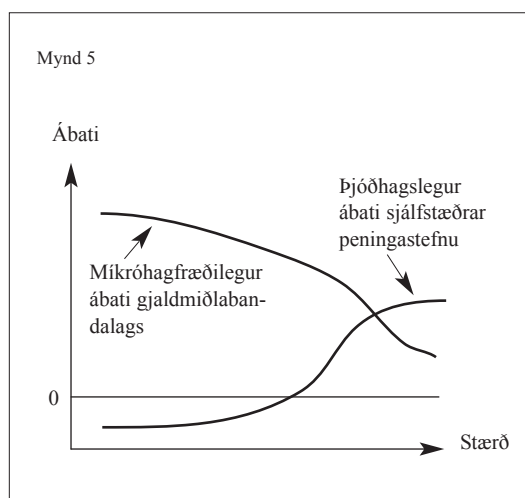
Af ofangreindu verður að draga þá ályktun að því fari fjarmi að hægt sé að ganga út frá því sem vísu að sjálfstæð peningastefna í smáríki með fljótandi gengi dragi úr sveiflum í einkaneyslu, atvinnu, ráðstöfunartekjum eða þjóðarbúskapnum í heild miðað við það sem yrði uppi á teningnum væri landið hluti af gjaldmiðlabandalagi, Efnahags- og myntbandalagi Evrópu í tilfelli Íslands. Þar með er ekki hægt að slá því föstu að fastgengisstefna sé raunhæfur valkostur eða sambærilegur við aðild að gjaldmiðlabandalagi. Misheppnuð fastgengisstefna leiðir iðulega til enn meiri gengis-sveiflna en fljótandi gengi.

### 5. Lokaorð

Umræðan um hugsanlega þátttöku Íslands í gjaldmiðlasamruna Evrópuríkja hefur að ýmsu leyti verið gölluð. Talsmenn aðildar hafa lagt ofuráherslu á þann ávinning sem stafa myndi af minni vaxtamun við evrusvæðið. Þessi munur er að vísu ein af mörgum birtingarmyndum míkrohogfræðilegs kostnaðar þess að reka sjálfstæða peningastefnu. Svo þröngt sjónarhorn ofmetur hins vegar og vanmetur í senn míkrohogfræðilegan ávinning þess að ganga í gjaldmiðlabandalag. Andstæðingar gjaldmiðlasamruna hafa á hinn bóginn haft tilhneigingu til að skoða míkrohogfræðilegan kostnað gjaldmiðlaglundroðans frá enn þrengra sjónarhorni beins viðskiptakostnaðar. Sterk rök eru fyrir því að sjálfstæður gjaldmiðill feli í sér umtalsverða viðskiptahindrun. Eins og Obstfeld og Rogoff (2000) hafa leitt rök að kann jafnvel smávægileg viðskiptahindrun að hafa umtalsverð áhrif á efnahagsleg sambönd. Almennt er viðurkennt að viðskiptahindranir feli í sér velferðartap. Lítil vafi virðist leika á að míkrohogfræðilegur ávinningur sé af gjaldmiðlasamruna og nýlegar rannsóknir benda til þess að hann kunni að vera umtalsverður. Að leggja á eða

viðhalda viðskiptahindrunum krefst því rækilegs rökstuðnings.

Til þess að fullyrða megi að Ísland sé hagkvæmt gjaldmiðlasvæði þarf að sýna fram á svo að hafið sé yfir vafa að þjóðhagslegur ávinningur af sjálfstæðri peningastefnu sé ekki aðeins jákvæður, heldur vegi hann þyngra en míkrohogfræðilegur ávinningur þess að ryðja þeirri viðskiptahindrun úr vegi sem óstöðugur gjaldmiðill er. Verulegur vafi leikur á því hvorum megin við núllið ávinningur sjálfstæðrar peningastefnu sé. Áhættudreifing sem í gjaldmiðlasamruna felst kann að fela í sér ávinning til viðbótar hinum míkrohogfræðilega ávinningi, samanber Mundell (1973).<sup>18</sup> Ekki er ósennilegt að í langtímasamhengi, t.d. að teknu tilliti til þeirrar áhættu að gjaldmiðillinn geti orðið uppspretta meiri háttar fjármálakreppu á nokkurra áratuga fresti, sé nettóávinningurinn minni en enginn. Staða landsins kann að vera eins og sýnd er á mynd 5.



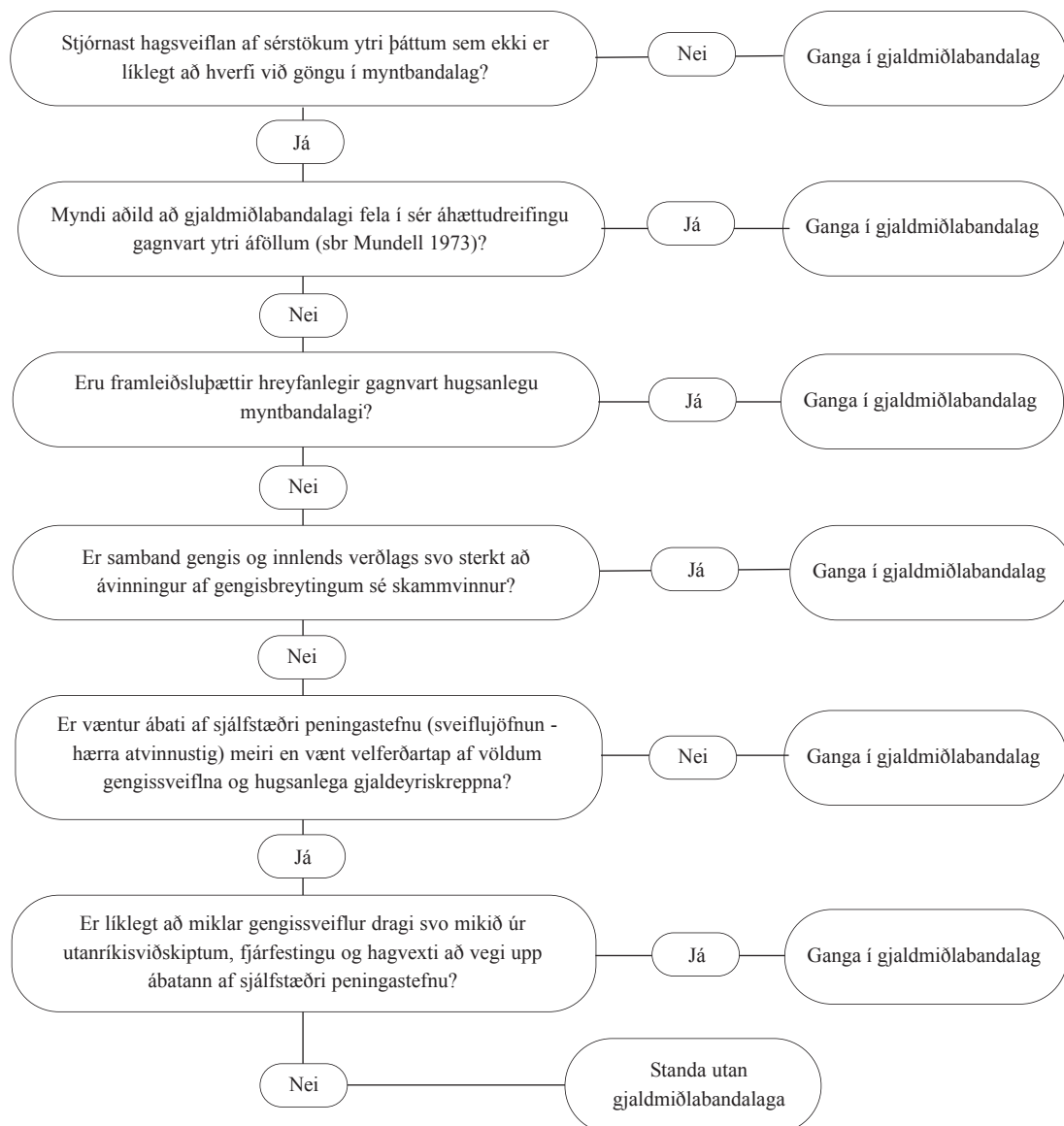
Þetta þarf að rannsaka nánar. Eitt blasir þó við: Ef Ísland er, þegar allt kemur til alls, hagkvæmt gjaldmiðlasvæði, virðist einsýnt að

18. Sjá einnig Ching og Devereux (2003), sem hafa sett fram líkan sem teflir fram eiginleikum sjálfstæðs gjaldmiðils sem aðlögunartækis annars vegar og áhættudreifingu sem í gjaldmiðlasamruna felst hins vegar. Ótvíræð niðurstaða er að sérstakir skellir leiða ekki endilega til þess að sjálfstæður sveigjanlegur gjaldmiðill sé æskilegur.

gjaldmiðlasvæði heimsins ættu að vera mun fleiri en þau eru um þessar mundir. Það minnir okkur á að upphaf og endalok gjaldmiðla hafa sjaldnast verið af efnahagslegum toga heldur stjórnmálagum, þótt vel megi hugsa sér gjaldmiðla þvert á landamæri Þjóðríkja, eins og Mundell gerði. Það var stjórnmálasamvinna innan Evrópusambandsins sem gerði þá hugsun að veruleika að gjaldmiðlar Evrópuríkja gætu á ný náð út fyrir mörk Þjóðríkja tuttugustu aldar. Aðild Íslands að EMU mun með sama hætti líklega tengjast inngöngu

landsins í þann stjórnskipulega félagsskap sem stendur að gjaldmiðlabandalaginu, Evrópusambandinu, hvað sem líður hinum efnahagslegu rökum. Vilji menn skoða hin efnahagslegu rök kæmi hins vegar til greina að nálgast niðurstöðuna með því að fylgja algrími meðfylgjandi myndar. Skilyrðin sem uppfylla þarf til þess að land geti talist hagkvæmt gjaldmiðlasvæði eru þegar grannt er skoðað mörg. Er líklegt að Ísland uppfylli þau öll? Ef svo er, hve smátt er þá of smátt?

### Er hagkvæmt að ganga í gjaldmiðlabandalag?



## Heimildaskrá

- Arnór Sighvatsson, Már Guðmundsson og Þórarinn G. Pétursson (2000). Optimal Exchange rate policy: The case of Iceland, í *Macroeconomic Policy: Small Open Economies in an Era of Global Integration*. University of Iceland Press.
- Artis, M. J. og M. Ehrmann (2000). The exchange rate – a shock-absorber or source of shocks? A Study of Four Open Economies, *CEPR Discussion Paper* 2550.
- Ásgeir Jónsson og Sigurður Jóhannesson (2002). *Sveigjanleiki á vinnumarkaði og upptaka evrunnar*. Skýrsla unnin fyrir Samtök atvinnulífsins.
- Breedon, Francis og Þórarinn G. Pétursson (2004). Lífið utan EMU: er krónan viðskiptahindrun? *Fjármálatíðindi* 2.
- Caballero, R. J. og V. Corbo (1989). The effect of real exchange rate uncertainty on exports: empirical evidence. *The World Bank Economic Review* 3(2).
- Campa, J. M. (2000). Exchange Rates and Trade: How Important is Hysteresis in Trade? *CEPR Discussion Paper* 2606.
- Ching, S. og M. B. Devereux (2003). Mundell revisited: a simple approach to the costs and benefits of a single currency area, *Review of International Economics* 11(4).
- Coleman, A. (1999). Economic integration and monetary union, *New Zealand Treasury Working Paper* 99/6.
- Darby, J., A. H. Hallett, J. Ireland og L. Piscitelli (1998). The Impact of Exchange Rate Uncertainty on the Level of Investment, *CEPR Discussion Paper* 1896.
- Dornbush, R. (2001). Fewer monies, better monies, *NBER Working Paper* w8324.
- Feldstein, M. og C. Horioka (1980). Domestic savings and international capital flows, *Economic Journal* 90.
- Flandreau, M. og M. Maurel (2001). Monetary union, trade integration, and business cycles in 19<sup>th</sup> century Europe: Just do it, *CEPR Discussion Paper* 3087.
- Frankel, J. og A. Rose (1997). The endogeneity of the optimum currency-area criteria, *Swedish Economic Policy Review* 4.
- Kenen, P. (1969). The theory of optimum currency areas: an eclectic view, í Mundell, R. og A. Swoboda, *Monetary Problems of the International Economy*. University of Chicago Press.
- Krugman, Paul (1991). Tilhögun gengismála á Íslandi: Kostir við stefnumörkun, *Fjármálatíðindi* 3.
- McCallum, J. (1995). National borders matter: Canada-US regional trade patterns, *American Economic Review* 85.
- Mishkin, F. S. (1999b). Lessons from the Asian crisis, *Journal of International Money and Finance* 18(4).
- Mundell, R. A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review* 57.
- Mundell, R. A. (1973). Uncommon arguments for common currencies, í Johnson, H. G. og A. K. Swoboda (ritstj.), *The Economics of Common Currencies*. Cambridge MA: Harvard University Press.
- Obstfeld, M. og K. Rogoff (2000). The six major puzzles in international macroeconomics: Is there a common cause? *NBER Working Paper* 7777.
- Ricci, L. A. (1997). Exchange rate regimes and location, *IMF Working Paper* WP/97/69.
- Rockoff, H. (2000). How long did it take the United States to become an optimum currency area? *NBER Working Paper* H0124.
- Rose, A. K. (2000). One money, one market: The effect of common currencies on trade, *Economic Policy* 15.
- Rose, A. K. (2001). Currency union and trade: The effect is large, *Economic Policy* 16.
- Rose, A. K. (2003). A meta-analysis of the effect of common currencies on international trade, *CEPR Discussion Paper* 4341.
- Þorsteinn Þorgeirsson (2003). Smærri þjóðir hafa hagnast mest á ESB-aðild, *Íslenskur iðnaður* apríl-mars, aðgengileg á slóðinni <http://www.si.is/malaflokkar/starfsskilyrði-idnadar/efnahagsmal/efnahagsleg-ahrif-esb-evru/nr/915>